

学校编码: 10384

分类号: _____ 密级: _____

学号: 15620101151971

UDC: _____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

政府创业投资引导基金
参股与跟进投资的风险控制策略研究

A Research on the Risk Control Strategy of Government
Venture Capital Guiding Fund with the Patterns of
Sub-fund and Follow-up Investment

刘琳璐

指导教师姓名: 邱崇明 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 5 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

随着科技型中小企业在高新技术创新体系中扮演着越来越重要的角色，其崛起与发展已经成为推动我国经济发展不可忽视的中坚力量。积极发展创业投资推动创业企业的快速崛起成为国家当前的重要政策目标。

但是，创业投资是一种权利和义务高度不对称的投资活动，一般的投资者对其望而生畏，为了引导更多的社会资本进入该领域，政府开始设立创业投资引导基金，大多以参股和跟进投资的方式引导创业资本的资金投向。委托代理关系的存在，使得引导基金在运作过程中存在逆向选择与道德风险问题，严重影响了引导基金作用的发挥，为了还其一个安全的投资运作环境，必须试图将其运作过程中的风险降到最低。

本文通过对引导基金参股与跟进投资中所面临的风险的识别，根据其风险特征制定相应的风险控制策略，通过分段投资与对管理团队建立激励机制来控制道德风险；通过联合投资控制项目风险；通过建立创业投资机构评级机制控制逆向选择风险；最后通过建立市场化运作的退出机制以达到控制引导基金在退出阶段面临的“特殊风险”的目的。分段投资作为本文的重点控制策略，本文对其原理、作用及价值的剖析，分别采用了激励约束理论模型与实物期权模型，并通过具体案例详细介绍了分段投资中期权价值的计算。文章的最后，在分析引导基金退出阶段所面临的风险时采用了理论与实证相结合方式，打破了引导基金研究缺乏实证检验的现状。

关键词： 引导基金； 风险控制； 分段投资

Abstract

With high-tech medium and small enterprises play an increasingly important role in the high-tech innovation system, their rise and development have become the backbone of China's economic development, which cannot be ignored. It has become an important policy objective for our country to actively develop venture capital to promote the rapid rise of entrepreneurial enterprises.

However, the right and obligation is highly asymmetric in venture capital. General investors are afraid of it. In order to guide more social capital into the field, Government began to set up Venture Capital Guiding Funds, most of which use the patterns of sub-fund and follow-up investment. With the exists of principal-agent relationship, adverse selection and moral hazard problems are generally appeared in the operation of guiding fund, which seriously affect the play of the roles of guiding funds. In order to create a secure investment and operation environment for guiding funds, we must try to minimize the risk in the course of its operation.

In this article, by identifying the risks faced by the guiding fund with the patterns of sub-fund and follow-up investment, we develop appropriate risk control strategies based on their risk characteristics. We use staged financing and set up incentive mechanism for management team to control moral hazard. Use syndication to control project risk. Set up rating mechanism for venture capital institutions to control adverse selection risk. Finally, we establish a market-oriented operation of exit mechanism to achieve the purpose of controlling the "special risk", which guiding funds face in exit stage. As the most important control strategy, the analysis of staged financing's principle, role and value use incentive and restraint theoretical model and real options model. Also, we use specific case to detail the calculation of option value in staged financing. At the end of the article, we use a combination of theoretical and empirical to analysis the risk the guiding funds faced in exit stage, which break the situation that the researches of guiding funds are lack of empirical test.

Key Words: Guiding Fund; Risk Control; Staged Financing

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 选题背景及研究意义	1
1.2 国内外相关研究综述	2
1.2.1 对我国引导基金引导方式的理论研究	2
1.2.2 风险资本在投资运作过程中的风险策略研究	2
1.3 论文思路和研究方法	7
1.3.1 论文思路	7
1.3.2 研究方法	7
1.4 可能的创新点和不足	8
第 2 章 引导基金概述及引导方式选择	10
2.1 引导基金概述	10
2.1.1 引导基金概念及特征	10
2.1.2 引导基金运作流程	10
2.1.3 引导基金的作用	11
2.2 我国引导基金引导方式的选择	13
2.2.1 引导基金引导方式介绍	13
2.2.2 引导基金引导方式比较	13
2.2.3 我国引导基金的现实选择——参股与跟进投资方式	14
第 3 章 引导基金参股与跟进投资过程中存在的风险	18
3.1 委托代理问题引发的风险	18
3.1.1 逆向选择风险	18
3.1.2 道德风险	19
3.2 项目风险	19
第 4 章 引导基金参股与跟进投资过程中的风险控制策略	21
4.1 分段投资	21
4.1.1 分段投资策略的原理及作用	21
4.1.2 分段投资的实物期权效应	28

4.2 联合投资	36
4.2.1 联合投资的意义.....	36
4.2.2 非对称信息下联合投资的风险及对策.....	38
4.3 其他风险控制策略	41
4.3.1 建立创业投资机构评级机制.....	41
4.3.2 建立起与创业投资机构管理者业绩相关的激励机制.....	41
第5章 引导基金参股与跟进投资退出过程的风险控制.....	43
5.1 引导基金退出时所面临的风险	43
5.1.1 引导基金退出的影响因素分析.....	43
5.1.2 引导基金退出时所面临的“特殊风险”	48
5.2 引导基金退出的风险控制策略——建立市场化运作的退出机制	48
第6章 结论与展望	50
参考文献	51
致谢.....	55

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background and Purpose	1
1.2 Review of Domestic and Foreign research	2
1.2.1 Theoretical Study on the Guiding Patterns of Chinese Guiding Fund.....	2
1.2.2 Research on Risk Strategy in the Operation of the Venture Capital Process	2
1.3 Research Ideas and Methods	7
1.3.1 Research Ideas	7
1.3.2 Research Methods	7
1.4 Innovation and Insufficiency	8
Chapter 2 Brief Description of Guiding Fund and Selection of Guiding Patterns	10
2.1 Brief Description of Guiding Fund.....	10
2.1.1 Concept and Features of Guiding Fund	10
2.1.1 Concept and Features of Guiding Fund	10
2.1.3 Functions of Guiding Fund	11
2.2 Selection among Guiding Patterns of Chinese Guiding Fund	13
2.2.1 Introduction about Guiding Patterns of Guiding Fund	13
2.2.2 Comparison among Guiding Patterns of Chinese Guiding Fund.....	13
2.2.3 Realistic Selection of Chinese Guiding Fund——the Patterns of Sub-fund and Follow-up Investment	14
Chapter 3 Risk in Government Guiding Fund with the Patterns of Sub-fund and Follow-up Investment	18
3.1 Risks Caused by the Principal-agent Problem.....	18
3.1.1 Adverse Selection Risk	18
3.1.2 Moral Hazard	19
3.2 Project Risk	19

Chapter 4 Risk Control Strategy of Government Guiding Fund with the Patterns of Sub-fund and Follow-up Investment	21
4.1 Staged Financing.....	21
4.1.1 Principle and Function of Staged Financing Strategy.....	21
4.1.2 Real Options Effect of Staged Financing Strategy	28
4.2 Syndication	36
4.2.1 Significance of Syndication	36
4.2.2 Risk and Countermeasure of Syndication with Asymmetric Information	38
4.3 Other Risk Control Strategy	41
4.3.1 Set up Rating Mechanism for Venture Capital Institutions	41
4.3.2 Set up Incentive Mechanism Related to the Performance of Venture Capital Institutions Managers	41
Chapter 5 Risk Control of Government Guiding Fund with the Patterns of Sub-fund and Follow-up Investment in Exit Process	43
5.1 Risks in Guiding Fund in Exit process.....	43
5.1.1 Influencing Factor of Guiding Fund in Exit Process	43
5.1.2“Special Risks”in Guiding Fund in Exit Process	48
5.2 Risk Control Strategy of Guiding Fund in Exit Process—set up Exit of Market-oriented Operation Mechanism.....	48
Chapter 6 Conclusion and Outlook	50
References.....	51
Acknowledgements	55

第 1 章 绪论

1.1 选题背景及研究意义

在过去的 10 年里,中国经济快速发展,年均 GDP 增幅超过了 10%,取得了举世瞩目的辉煌成绩,经济增长超过了英、法、德、日,成为了仅次于美国的第二大经济体。中国经济如此美好的成绩单里面,有很大一部分是由我国中小企业的快速发展所贡献的,中小企业的快速发展已经成为推动我国经济发展不可忽视的中坚力量。随着科技型中小企业在高新技术创新体系中扮演着越来越重要的角色,其发展更加直接的影响着各国科学技术创新和经济实力的发展。为了进一步加快中小企业发展进程,实现中小企业创新经济的崛起,我国政府曾经做过各种尝试和努力,其先后推出的各种形式的基金在中小企业的创业和发展过程中发挥着不可替代的作用。但由于我国的政策体制还不够完善,加上中小企业自身高风险与不规范运作等因素的限制,融资难问题依旧是限制我国中小企业发展的严重障碍,如不对其作相关的政策调整与安排,将会严重影响到我国的经济发展与社会稳定。

为了更好的支持和引导科技型中小企业技术创新与企业发展,经过长期的调研与分析,在借鉴国外成功经验的基础上,2007 年 2 月科技部与财政部共同制定了《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》,通过以政府牵头出资,并充分集合其他社会资本的方式成立创业投资引导基金,意图通过引导创业投资方向,支持初创期科技型中小企业的技术创新与企业发展,将政府财政的支持方式从直接投资转变为间接引导,在实现政策性目标的同时又遵循市场化运作机制,更加有利于创业投资业的健康快速发展。

但因委托代理关系的存在,使得引导基金在运作过程中存在逆向选择、道德风险等问题,其风险存在于每一层委托代理关系之中。普遍关注的委托代理风险存在于引导基金与创业投资机构、创业投资机构与创业企业之间,但因引导基金的资料和数据通常不可获得,所以对参股与跟进投资中引导基金的风险控制研究的文章较少且形式比较单一,内容不够完整和系统。因此,本文重点研究引导基金参股与跟进投资下,因委托代理关系而产生的各种风险,力图在引导基金的设

立、运作及退出各个环节做好风险控制准备，将引导基金各个环节的风险降到最低，还引导基金的运作一个安全的投资环境。让投资者重新树立起对风险投资的行业信心，积极响应国家通过设立引导基金以期实现的引导和扶持效应，最终实现投资者收益最大化、所扶持行业快速成长和政府政策性意图圆满实现的“三赢”局面。

1.2 国内外相关研究综述

1.2.1 对我国引导基金引导方式的理论研究

刘健钧（2009）^[1]指出，从我国国情来看，参股是目前引导方式的最佳选择，随着社会信用体系的完善，今后可以考虑融资担保方式。

张亦春，王国维（2010）^[2]通过对美国的融资担保方式和以色列、台湾、澳大利亚的参股支持方式进行对比分析，并结合实际情况，认为参股方式更加适合大陆创业投资的发展。

陈敏灵（2010）^[3]通过对国际和国内引导基金运作模式的比较分析发现，国外引导基金主要采用单项引导方式，而国内引导基金往往选择多种引导方式并存。

庞跃华，曾令华（2011）^[4]通过对美国的融资担保模式、以色列的参股模式和英国的复合模式这三种国际上典型的引导基金运作模式的比较分析，得出我国引导基金运作应该明确角色定位、明确支持对象、模式灵活运用、明确运作原则和完善退出机制等五点启示，将我国引导基金的发展按时间顺序划分为探索起步、快速发展和规范设立与运作三个阶段，并通过列举这三个阶段我国所设立的部分引导基金来详细具体的介绍我国引导基金的现实选择。

1.2.2 风险资本在投资运作过程中的风险策略研究

引导基金参股的风险投资过程存在着三重委托代理关系，由于非对称信息的存在，使得委托代理引发的逆向选择和道德风险问题贯穿于整个创业投资过程之中。非对称信息下的委托代理关系隐含了这么一种假定：具有信息优势的知情一方的私人信息和行为会影响不知情一方的利益，不知情者必须为知情者的行为承担风险。在这种情况下，委托人必须要设计一个激励合同，根据可以观测到的变

量来对代理人进行奖惩，以期实现委托人期望效用最大化。

（1）激励约束相容机制研究

委托人在设计激励合同时面临着代理人的参与约束和激励相容约束，Spence and Zeckhauser(1971)^[5]用“状态空间模型化方法”将上述激励合同模型化。后来 Mirrlees(1976)^[6]、Holmstrom(1979)^[7]在他们的基础上进行了简化改进，使用了“分布函数的参数化方法”，并且得出 Mirrlees—Holmstrom 条件。

胡石明，黄利红（2003）^[8]通过建立模型将期权概念引入风险投资家报酬结构设计出报酬激励机制，同时利用相应的契约条款设计约束其行为，最后引入的“声誉效应”对风险投资家既有激励又约束作用。陈春霞，冯巨章（2007）^[9]通过各个方面对风险投资的公司制和有限合伙制两种组织形式进行了比较与选择，结果表明：有限和合伙制因其独特的契约安排，充分的将激励与约束机制结合在一起，克服了公司制因缺乏激励与约束相容机制而导致效率低下的缺陷，成为风险投资组织形式的主导选择。

克服风险资本运作过程中的风险的策略研究一般包括以下几个方面：分段投资策略研究、联合投资策略研究、信号传递理论研究和声誉机制研究等。

（2）分段投资策略研究

Sahlman（1990）^[10]特别强调了代理问题中创业资本家、投资者和创业企业家之间的关系，根据其观察结果可得出分段投资是风险资本家治理代理问题的最有效地控制机制。Admati and Pfleiderer（1994）^[11]发展了一个多阶段的投资模型，他们的合约规定了创业资本家持有固定比例的回报，在他们的模型当中，他们假设第一期的投资是外生给定的，而第二期的投资是内生的，通过分阶段来对项目的后期运作做出正确判断和评估，做出最优投资决策。Gompers（1995）^[12]对存在道德风险下的阶段投资结构的影响因素进行了一个经验性研究，得出结论：当道德风险广泛存在时，通过保留能够随时退出风险项目的选择权，分阶段投资于高风险性的公司能够让风险资本家能更好地收集项目信息且更好地监控项目的运作。Mark（2003）^[13]解释了风险资本的分阶段投资是作为一个多阶段的复合期权。作者认为风险资本项目在很大程度上是对某些行业中现有公司的一些模仿。在这种假设下，欧式期权是为现存的公司而交易的，风险资本家可以利用这个信息来决定是否要投资于一个新的项目。通过比较相同行业之间现有公司

的复合期权和风险项目的预期未来现金流的现值的大小。他发现风险资本投资者可以通过投资风险项目同时卖出欧式期权组合就可以获得套利收益。这样就给出了一个风险资本家愿意支付的首期资金的最低边界。如果风险资本投资者是一个利益最大化的理性代理人,初始投入资金的最高边界必定是相关公司的复合期权的最高边界。Wang and Zhou(2004)^[14]指出在委托代理关系存在的不确定性环境下,由于信息的不对称,风险投资者面临不确定性风险的同时更面临着道德风险。文章通过构建一个分段投资模型来分析投资者如何通过分段投资来降低道德风险。在模型中,他们将总的投资额外生给定,而总投资额在每一期的具体分配则是内生的,并同时假定创业企业家提供了一些非金钱上的不可或缺的努力,得出风险资本家应该分阶段投入资金同时保留是否放弃该项目的选择权。

李姚矿(2001)^[15]在集结一般合伙人比较矩阵的基础上建立了风险资本分段投资的非线性规划模型,并给出各阶段投资比例的计算方法。陈辉,张新立(2006)^[16]通过建立分段投资博弈模型,区分对称与非对称信息两种情形,推导得出风险资本家与创业企业家的均衡收益和最优投资水平,同时给出分段投资发生作用的条件。杨丽伟(2007)^[17]运用多非线性规划及目标决策理论,通过建立一个分段投资优化模型来确定风险资本在各阶段的投資比例。殷红(2012)^[18]通过建立一个高技术计划项目的分段投资激励契约设计模型,分析在此模型下科研机构分阶段努力水平的选择,当允许科研机构分阶段选择努力水平时,总的努力水平提高了,所以分阶段投资在减轻科研机构道德风险上起了重大作用。

(3) 联合投资策略研究

Harry M. Markowitz (1952)^[19]在《金融杂志》上发表论文《证券组合选择》,最早提出确定最小方差资产组合,是现代资产组合理论的创始人。Markowitz 根据风险分散原理,分别用期望收益率和收益率方差衡量资产组合的预期收益和风险,凭借均值方差模型确定组合的构成。Wilson(1968)^[20]和 Smith & Kiholm Smith (2000)^[21]也认为联合投资增加了风险投资公司风险投资组合的多样性,使风险充分分散,降低了投资组合的系统性风险。Andy Lockett, Mike Wright (2001)^[22]从英国风险投资组织(BVCA)中选取 60 家投资于风险企业不同阶段的风险投资公司为研究样本(反馈率为 58.8%)。证实了英国风险投资公司采取联合投资策略主要是出于分散风险的目的。Bygrave(1987)^[23]通过验证却发现,风险投资

公司进行联合投资不是出于分散风险的目的,而是为了收集更多的项目信息,实现资源共享,增加可选择的机会。Manigart (2002)^[24]发现通过联合有经验的风险投资机构可以学习其优秀的项目管理经验,达到自身提高的同时减小项目选择时所面临的逆向选择风险。Christian Hopp, Finn Rieder(2011)^[25]在德国市场选取了 1485 个风险投资案例作为样本,通过研究发现,财务理论和资源共享动机是德国风险投资机构选择联合投资的主要原因,并不是以获得优秀的管理经验为目的。

曹国华,廖哲灵(2007)^[26]通过建立联合投资数量模型,表明联合投资是解决风险投资机构和风险企业之间委托代理问题的有效办法,能很好地约束风险企业家的行为。张新立,杨德礼(2007)^[27]针对风险资本在投资中期或晚期的联合投资激励契约问题建立风险资本家之间的联合投资契约模型。在对称和非对称信息两种情形下就如何设计最优契约才能使联合投资双方都能真实地显示他们的信号进行了研究。游达明,潘荣辉(2011)^[28]通过运用机制设立理论建立模型对非对称信息条件下联合投资的优化决策问题进行研究,发现是否采用联合投资主要受信息不对称程度影响,通过估量信息不对称程度可以确定最优联合数量和投资比率。

(4) 信号传递理论研究

Spence (1974)^[29]通过模型证明:受教育程度能够传递与能力有关的信号,因为接受教育所花费的成本与人的能力成负相关。能力高的人完成相关学业比较容易,所花费的成本则比较低,所以他们会选择接受较高水平的教育;反之,能力差的人选择接受较低水平的教育。所以可以将基金管理人的受教育水平当作衡量其管理能力的一个指标。Spence由此成为了信号传递理论的开创者。

张东生,刘健钧(2000)^[30]运用新制度经济学的基本理论和信息经济学的基本原理,对创业投资基金的运作机制进行剖析,通过利用一些具有信号传递或信号甄别功能的外部信息来客观评价基金管理人,克服在基金管理人的选择过程中所面临的逆向选择风险;并通过一些能够对基金管理人进行约束与激励的制度安排防范基金管理人在基金运作过程中可能出现的道德风险问题。

(5) 声誉机制研究

Fama(1980)^[31]认为没有必要特别夸大委托代理关系中的激励问题,“时间”

是解决该问题的最好办法。他强调代理人市场的存在是对代理人行为的最好约束,在竞争性市场上,代理人的价值与收入取决于他过去的行为表现与经营业绩,代理人必须要为自己在竞争性市场上的长期代理行为承担相应的责任和后果,在这种竞争性代理人市场存在的前提下,即使没有设计出有明显激励意义的契约合同,代理人也会为了维护和改进自己在代理人市场上的职业声誉而产生积极努力工作的动力,最终实现自身价值的最大化并提高未来收入。Holmstrom(1982)^[32]用一个简单的模型证明了 Fama 的思想,该模型显示:如果委托代理关系只是一次性的,代理人将不会有任何动力努力工作。当模型将代理关系持续两期甚至无限期的时候,得出的结果是:尽管代理人工作的努力程度还是没有在完全对称信息下的那么大,但是由于竞争性市场下隐性声誉制度的存在,使得代理人在每一期的工作努力程度明显大于一次性的委托代理关系下的努力程度。上述模型也证实了隐性声誉机制可以有效地解决委托代理问题,其所产生的效果并不会比显性激励机制下的差。Kreps, Wilson (1982)^[33]根据消费者重复购买与垄断厂商所提的产品或服务的质量之间的关系的关系的讨论,证明了声誉对行为的影响机制,得出只要重复博弈的次数足够多,当事人的行为就会倾向于选择合作。

张东生,刘健钧(2000)^[30]通过保持基金财产相互独立、投资者分期认购基金份额、使基金维持有限的存续期和实行强制性的分配政策等四个方面的设计来充分发挥市场对基金管理人的声誉约束智能。刘东霞,高霞,于东海(2010)^[34]介绍了声誉传递机制是解决逆向选择和道德风险问题的一种低成本方法。因为其形成并不需要刻意的宣传,而是在市场中结果的客观表现。

通过国内外相关文献的分析比较可以发现,国内外文献的研究视角相差甚大,国内对创业投资引导基金的研究侧重点较宏观,一般对其运作模式的研究较多,比较注重相关的理论研究,几乎都采用定性或者理论模型的研究方法,由于国内数据相对缺乏,在创业投资基金的研究中几乎没有实证的选择空间,无法在具体的操作层面去验证理论的可行性,但由于专注于相关问题的理论研究,从而形成了相当丰富的理论材料,为后人的继续实践与创新奠定了扎实的理论基础。而国外的相关研究则站在比较微观的层面去分析,能在理论的基础上积极寻找创新点,不但有丰富的定性研究,更由于数据的可获得性,进行了充分的定量研究,将理论与实证有效地结合起来,但国外对政府引导基金的专门研究较少,较多的研究

是一般的风险投资基金，所以，若是能够结合国内外各自的特色和优势，在以后的研究中扬长避短，优势互补，一定能为我国创业投资引导基金的发展贡献最大的力量。

1.3 论文思路和研究方法

1.3.1 论文思路

第一章为绪论，先介绍选题的背景及研究意义，然后对国内外相关研究的文献进行介绍，最后介绍了本文的思路、研究方法及可能的创新点和不足。

第二章先简要介绍了引导基金的概念特征及运作流程，并通过对引导基金作用的介绍来突出本文研究的意义。接着介绍了引导基金的5种引导方式及其比较与选择，最后通过列举截止到2011年8月我国设立的56只引导基金，对其详细分析之后得出我国引导基金的现实选择——参股与跟进投资是我国现阶段最适宜的引导方式。

第三章主要介绍引导基金参股与跟进投资因委托代理关系的存在而引发的逆向选择和道德风险问题，从而引出本文的重点——第四章的内容。

第四章内容是本文的重点，主要介绍了引导基金参股与跟进投资中因委托代理关系而引发的各种风险的具体控制策略。重点介绍了分段投资策略在风险控制中的激励约束作用及所体现的期权效应；联合投资策略的意义及非对称信息下联合投资伙伴间的博弈；最后对一些其他的风险控制策略做了简单的介绍。

第五章内容分析了充分体现政府政策性目标的引导基金在退出阶段因其“特殊身份”的限制而导致其所面临的“特殊退出风险”，并提出相应的应对措施。

第六章内容是结论与展望，根据前面几部分内容的叙述与论证，归纳本文的主要结论及可改进空间。

1.3.2 研究方法

首先，通过阅读大量文献，对国内外创业投资基金的相关研究有个最初的方向性把握，了解其可研究的内容一般分为哪几个部分，再将文献按模块进行分类，对每个模块的国内外相关研究情况进行分析，寻找可能的突破点和创新点，对其

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库